



## ティール・ロウ・プライスにおけるESGインテグレーション

### 環境・社会ファクターの統合にかかるガイドライン

ティール・ロウ・プライスでは、熟考した規律正しいアプローチにて資産を運用することにより、顧客の長期的なリターン目標を達成するお手伝いをするをミッションとしています。よって、投資先企業のビジネスモデルの長期サステナビリティと、そのビジネスモデルを変化させる要因を理解する必要があり、自社のリサーチ・アナリストが、財務情報、バリュエーション、マクロ経済指標等といった従来の投資判断要因に加え、環境・社会・ガバナンス（ESG）といった目には見えない投資判断要因も分析しています。

環境・社会・ガバナンス（ESG）ファクターが与える影響を特定することは、伝統的な財務分析よりもさらに主観的なプロセスとなり、各運用担当者は対象企業におけるESG関連リスクとリターンを業界、地域、企業の動向を反映して判断します。リサーチ・アナリストはESGスペシャリストと緊密に連携し、対象企業のファンダメンタルズにおいてはどのファクターが最も重要となるかを判断します。

環境・社会・ガバナンスのファクターを投資判断に組み込む場合、従来の分析とは異なる配慮が必要になります。第一に、環境・社会ファクターは業界や地域の動向とリンクしているため、それぞれを考慮することが必要です。第二に、環境・社会ファクターの分析に使用するデータのクオリティや形態は地域や業界でも異なっていることが多く、ファンダメンタル（またはアクティブ）運用のアプローチが有益となります。

ESGインテグレーションスタイルは、投資アイデアの初めの段階に始まり、投資サイクルを通じて環境・社会ファクターを考慮するアプローチです。分析は複数の段階で行われています。

- 企業分析のための環境・社会データの識別とモニタリング
- ファンダメンタル分析における環境・社会リスクまたは「レッドフラッグ」の検討
- ポートフォリオ構築における環境・社会課題のリスクや逆風となる要因の検討
- 取締役会か経営陣とのエンゲージメント
- 議決権行使

### 適切な環境・社会ファクターを見極める

資産運用において、環境、社会、ガバナンス・ファクターをESGというひとつの用語としてまとめて使われているのが一般的ですが、投資プロセスにおいてE（環境）とS（社会）は、G（ガバナンス）と別に扱う必要があると考えています。コーポレート・ガバナンスの基準は世界中で十分に確立されており、開示の統一化も進んでいますが、環境や社会課題のデータの開示は状況が異なります。業界/地域においてどのデータポイントを評価すべきかについては、各基準を精査する必要があります。

- そのファクターは投資対象企業にとって重要なものか？
- そのファクターは投資対象企業の環境・社会課題の（負担、追い風どちらでも）大部分を占めるものか？
- そのファクターを裏付けるデータ実証はあるか？

- そのデータは定量的か定性的か？
- データが定性的なものである場合、どの程度主観が入っているものか？
- データの開示は統一されているものか？ 企業はいずれも同じ報告基準を使っているか？
- その業界/地域においてデータは同様に開示されているか？

## 投資プロセスにおける環境・社会ファクター

ティール・ロウ・プライスでは、ESG分析を投資プロセスに組み込んでいます。ESGファクターを投資判断に反映させることは、アナリストとポートフォリオ・マネジャーの責任となっています。運用調査部門にESGや法規制の分析を担当するスペシャリストを擁しており、運用担当者がESGファクターを投資判断に組み込むことをサポートしています。ESGファクターが特に重要であると判断される場合、スペシャリストはアナリストやポートフォリオ・マネジャーと協働して課題の精査を行います。

## 資産クラス毎に異なる環境・社会ファクターを検討

環境・社会ファクターを投資判断に組み込むことは、全ての資産クラスにおける運用プロセスの一環となっていますが、どのファクターを重要視するかの判断は資産クラスによって異なる可能性があります。以下は資産クラス毎に検討するファクターの一例です。

財務分析	バリュエーション	マクロ経済/ 業界分析	環境	社会	ガバナンス
<b>株式および債券</b>	<b>株式</b>	<b>株式および債券</b>	<b>株式および債券</b>	<b>株式および債券</b>	<b>株式および債券</b>
貸借対照表のクオリティ	割引キャッシュフロー (DCF)	参入障壁	ソーシングの適応性	スキルのある労働力へのアクセス	会計基準
資本構成	配当利回り	競争力学	生物多様性への影響	賄賂/汚職の記録	監査慣行
キャッシュフローの成長	EV/EBITDA 倍率	資本コスト	二酸化炭素排出量	紛争鉱物の調達	取締役会の構成
デット/エクイティ・レシオ (負債資本倍率)	株価純資産倍率 (PBR)	経済成長	環境のトラックレコード	顧客の嗜好の変化	取締役会の専門性
配当の持続可能性	株価収益率 (PER)	為替	有害化学物質の使用	データ機密保護基準	財務の透明性
収益成長/クオリティ	株回収率 (FCF)	業界コストカーブ	炭素税の影響	多様性の統計	役員報酬
収益のトラックレコード	FCF利回り	業界ライフサイクル	エコデザインの統合	フェアトレードによる調達	<b>株式</b>
EPS「サプライズ」の潜在性	<b>社債</b>	インフレ	「新都市」インフラ	健康・安全の記録	買収防衛規定
FCF/デット・レシオ	クレジットスプレッド・リスク	マーケットシェアの増減	殺虫剤の安全基準	ロビー活動の基準	株式発行方針
在庫回転率	デフォルトリスク	業界の成長率	製品の廃棄方法等	地元コミュニティとの関係	株主権利
レバレッジ倍率	格下げリスク	人口伸び率	規制動向	マーケティング基準	<b>社債</b>
経営陣の質	レバレッジ単位当たりスプレッド	価格決定力	用地復旧引当金	製品安全性の記録	債券コバナンツ条項
簿外項目	最終利回り	実質賃金成長率	座礁資産リスク	ロボット工学の取り込み	<b>ソブリン債</b>
営業利益率	<b>ソブリン債</b>	需給バランス	持続可能な製品販売	ステークホルダーとの関係	債券コバナンツ条項
経営効率	指標国債とのスプレッド	需給の弾力性	持続可能な原材料	サプライチェーン基準	収賄・汚職
売上債権回転率	レバレッジ単位当たりスプレッド	代替品の脅威	廃棄物リサイクル (管理)	有能な人材の流出防止	組織の強み
シナリオ分析	最終利回り	イールドカーブ	水資源の使用量	テクノロジーの転換	法の支配
<b>ソブリン債</b>		<b>ソブリン債</b>	<b>ソブリン債</b>	<b>ソブリン債</b>	法令制度への信頼
貿易収支		デットシーリング/債務限度額	農業キャパシティ	犯罪と安全性	
現金準備高		人口動態	大気汚染/排出	教育水準	
対外債務		経済成長	気候変動への影響	雇用水準	
財政状況		金融弾力性	エコシステムのクオリティ	食の安全性	
外貨流動性		徴税ダイナミクス	エネルギー依存	人権	
国の財政		税制	エネルギー源	貧困	
		貿易収支	座礁資産となるリスク	公衆衛生	
			水資源	機関に対する信頼	

## セクター毎に異なる環境・社会ファクターを検討

どの環境・社会ファクターを重要視するかはセクター/業界間で大きく異なります。分析に当たっては、対象企業のビジネスモデルに対してどの程度重要であるかが判断材料のひとつとなります。

	環境要因	社会要因
一般消費財	エコデザイン製品/電気自動車 責任ある調達（綿、合成繊維等） 廃棄物管理	サプライチェーンの従業員の待遇 従業員との関係（労働組合/「生活賃金」労働者） 顧客行動（オンラインへのシフト）
生活必需品	オーガニック製品 HCFCからの脱却 責任ある調達（パーム油、その他の農業製品）	フェアトレード製品 サプライチェーン・マネジメント（脆弱なアグリチェーン） 健康への影響（砂糖、たばこ等）
エネルギー	メタンガスの排出 座礁資産のリスク 精製/化学物質の排出	社員/下請け業者の健康と安全 地元コミュニティとの関係 収賄/汚職
金融	持続可能な資金調達 環境に関係する商品（干ばつからの保護） 自然災害リスク	人的資源管理（有能な人材の流出防止） サイバーセキュリティ ビジネス倫理
ヘルスケア	水の使用 廃棄物処理	製品の安全性 サイバーセキュリティ 適切なマーケティング/ロビー活動慣行
産業	エネルギー高効率製品 インターモーダル輸送へのシフト 製造環境フットプリント	収賄/汚職（宇宙/防衛） 製品の安全性 ロボット工学
IT	「スマート」家電/インフラ 水の使用（半導体） 製品使用後の廃棄方法等	データ機密保護 責任ある調達（紛争鉱物） 人的資源管理（有能な人材の流出防止）
素材	排出 燃費効率のよい建築製品 責任ある殺虫剤使用	社員/下請け業者の健康と安全 地元コミュニティとの関係 収賄/汚職
不動産	環境にやさしい建物 「新都市」インフラ	地元コミュニティ/手ごろな住宅 人口動態のシフト/少子高齢化
通信	インテリジェント/効率的なネットワークインフラ	サイバーセキュリティ コネクトを介した生活の向上 責任ある調達（紛争鉱物）
公益	分散電源へのシフト 再生可能エネルギーを含む電力ミックス/グリッドの安定性 座礁資産	社員/下請け業者の健康と安全 地元コミュニティとの関係 人体の健康への影響（微粒子排出物）

## ポートフォリオ構築における環境・社会ファクターの考慮

ティール・ロウ・プライスのESGインテグレーションに基づく運用プロセスでは、環境・社会ファクターは財務分析やバリュエーション、マクロ経済、各種ファクター、ポートフォリオリスク管理等と同様に投資判断を行うためのインプットの一つです。そのため、環境や社会ファクターのみによって投資対象企業を除外したり禁止したりしません。よって、法規制または特定の地域や市場の慣例に基づいた限定的な投資除外基準を適用しています。

1. スーダン共和国政府とその人権侵害とのつながりのある事業がそれなりの割合を占めている発行体については、グローバルで投資禁止としています。
2. 英国、ルクセンブルグ、カナダ籍のポートフォリオにおいては、クラスター爆弾システムの生産、製造、組み立てに関与していると思われる発行体への投資を禁止しています。
3. オーストラリア籍のポートフォリオにおいては、タバコ製品の製造に従事する発行体について投資禁止としています。
4. すべてのポートフォリオにて、制裁対象者リストにある企業への投資を禁止しています。米国または米国外の制裁関連の対象国または対象企業の証券への投資を禁止しています。

ティール・ロウ・プライスでは、環境・社会ファクターのみによって企業を投資対象から除外する場合は、顧客が最も重要と考える価値観に基づいているべきであると考えています。環境・社会ファクターのみによって投資禁止とすることは、（財務分析やバリュエーション等）を考慮せずに判断するため、価値観達成のためにリターンを損なう可能性があると考えているからです。

## 環境・社会課題に対するエンゲージメント

ティー・ロウ・プライスでは、投資先企業が特定の分野で標準以下にあると考える場合は、アクティブ・オーナーシップ、モニタリングおよび当該企業及びその競業他社とのエンゲージメントを介してお客様の利益を守ることが運用会社の義務であると考えます。投資先企業とのエンゲージメントはポートフォリオ・マネジャーの主導のもと、懸念材料はあるものの努力によって改善できる可能性があるという見解を伝えるという手法が最も有効であると考えております。顧客の資産にとってリターンへとつながる結果を生み出せる可能性が高い場合のみ、時間とリソースを投入しエンゲージメントを行うべきと考えています。

場合によっては、市場全体の状況開示の強化や商慣行の改善を目的とした、運用業界のイニシアチブに参加することがあります。ただし、ティー・ロウ・プライスのエンゲージメント活動の中心はあくまでも個別企業です。一般的に、ティー・ロウ・プライスでは同一のテーマに基づき複数の企業と対話を行うことはありません。当社の投資アプローチの根幹である、ファンダメンタル分析に基づくアクティブ運用との整合性から、このアプローチが最も大きな影響力を与えることができると考えています。（詳細は[エンゲージメント方針](#)をご参照ください。）

## 議決権行使

議決権行使は、コーポレート・ガバナンスにおける最も重要なプロセスあり、当社では顧客に対し透明性の高い行使状況の開示を目指しています。議決権行使に関するガイドラインと行使記録は、当社ウェブサイトに掲載しています。

近年、環境・社会ファクターに関する株主提案が目立つようになってきました。議案についてはケース・バイ・ケースで調査を行い、外部の議決権行使アドバイザーが発行するリサーチ・レポート、企業の有価証券報告書、サステナビリティ報告書、公開されているほかの投資家および非政府系機関によるリサーチ・レポートの他、当社の当該業界アナリストおよびESGスペシャリストによるリサーチなどを活用します。一般的には企業のビジネスモデルを向上させるような提案には賛同します。（詳細は[議決権行使について](#)をご参照ください。）

## よくあるご質問

### Q:あるファクターが投資先企業にとって重要かどうかの判断は何を基準にしていますか？

**A:** 投資先企業のリスク/リターン特性が、魅力的でなくなるほど大きく影響がある環境・社会ファクターについて重要であると判断しています。下記は運用担当者が採用している環境・社会ファクターの重要度の判断方法の一部です。

1. 財務モデルにESファクターのデータを考慮する
2. ベースモデルにESファクターの影響を加えるシナリオ分析
3. ポートフォリオ全体のファクター・リスクを考慮する

### Q:そのファクターが投資対象企業の環境・社会課題の（負担、追い風どちらでも）大部分を占めるかどうかはどう判断しますか？

**A:** 環境・社会における課題を理解する上では、複数の第三者の情報を活用しています。特定のES課題における当該企業の関与が大きい場合、いずれ社会の厳しい目にさらされるため、運用プロセスとは切り離せないと考えております。例えば、規制強化による負担、税制、訴訟、顧客からの不満などといったものが例としてあげられます。それとは逆に、「解決策を提供する」発行体は、これと比べると大幅に持続可能性が高いビジネスモデルを持っていると考えられます。下記は活用している第三者情報の例です。

- ・ 国連持続可能な開発目標（UN SDGs）
- ・ 国連グローバル・コンパクト原則
- ・ OECD多国籍企業行動指針

## Q: 気候変動について投資プロセスにどのように反映されていますか

A: 気候変動による影響は、世界中で急速な規制強化と消費者需要の変化をもたらしています。当社の運用プロフェッショナルは、気候変動による影響をESG分析の一環として捉え、投資プロセスに組み込んでいます。気候変動による影響は企業及び業界のリスク、投資判断、経営陣とのエンゲージメントといった各段階で織り込まれています。

企業の経営陣やステークホルダーに対し気候変動リスクについて対話をするのは、経営陣が長期リスクを評価するプロセスについて貴重な知見を得る効果的な方法であり、かつ気候関連リスクへの対応は優先課題であるべきという考えを経営陣へ伝える機会にもなります。気候変動などのESGリスク分析を含む、長期経営戦略に取り組む経験は企業にとって有益であると考えています。長期的に競争勢力図がどのように変わっていき、広いコミュニティにおける変化が企業にどのような影響をもたらすのか、といったことに目を向け、企業の使命と目的を見直すことは、長期株主の利益とその会社の方向性を同じものにする有益なプロセスです。さらに、長期的な気候変動や社会的変化について企業が目を向けることで、新たな機会を創出する可能性も高まります。

経営陣あるいは取締役会との気候変動に関するエンゲージメントは、通常、その企業に関する多くの投資判断材料を協議する一環として実施しますが、場合によっては気候変動による影響のみに話題を絞ることもあります。ティール・ロウ・プライスでは主にアクティブ運用を提供しており、気候変動リスクが大きい企業には投資しないという選択肢も有しています。結果として、気候変動のような特定のESG課題は、企業との対話が有意義なものであると判断された場合に行い、その際には深い議論を交わす傾向があります。

以下の表は、当社の運用プロフェッショナルがそれぞれのセクターにおいて考慮する気候変動問題の例をいくつか挙げたものです。

セクター	気候変動要因の例
一般消費財	電気自動車、エコな消費者向け製品、アパレルまたは靴のサプライチェーンにおける対応
生活必需品	責任あるパーム油調達、HCFCフェーズアウト、オーガニック製品
エネルギー	長期的な石油/ガス需要、湧出メタン排出、ガスのフレアリング、座礁資産のリスク、精製/化学工場からの排出物
金融	持続可能な資金調達、環境関連保険商品（干ばつ補償など）
ヘルスケア	水の使用 廃棄物処理
産業	エネルギー高効率製品 インターモーダル輸送へのシフト
IT	「スマート」家電およびインフラ、消費者の需要パターンを活用したソフトウェアアプリ
素材	排出物、効率の良い建材、農業ビジネス、農薬/殺虫剤の影響、遺伝子組替作物（GMO）
不動産	環境にやさしい建物、「ニューシティー」インフラ
通信	インテリジェント/効率的なネットワークインフラ
公益	中央型電力ネットワークから分散型電力ネットワークへのシフト、グリッドの安定性、電力ミックスにおける再生可能エネルギーの伸び、座礁資産のリスク、電力の貯蔵、エネルギー効率

## 重要な情報

本資料は情報目的のみで提供され、特定の投資行動を取る投資助言または推奨を意図するものではありません。

本資料に記載される情報は、2020年4月現在のものであり、予告なしに変更されることがあります。これらの見解は、ティール・ロウ・プライスの他のメンバーの見解とは異なる場合があります。

本情報は、現在または過去の推奨、何らかの投資助言、あるいは何らかの証券または投資サービスの売買の募集の勧誘を意図するものではありません。提供された見解や意見は、特定の投資家または投資家タイプの投資目的や財務状況を考慮に入れていません。投資家は、投資判断を行う前に、自身の状況を考慮する必要があります。

本資料に記載される情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいていますが、当社はその正確性を保証しません。

© 2021年 ティール・ロウ・プライス。全ての権利はティール・ロウ・プライスに帰属します。「T. ROWE PRICE, INVEST WITH CONFIDENCE」および大角羊のデザインは、ティール・ロウ・プライス・グループ、インクの商標または登録商標です。

ティール・ロウ・プライス・グループ・インク